经济指标的价格幻觉—复苏放缓

报告日期：2020年12月31日

胡研宏　英大证券 宏观研究员
执业证书编号 ： S0990113110017
联系电话：188 2526 9825（微信同）
联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

报告观点：

1. 当前众多经济指标存在价格幻觉，高估经济活跃程度。
2. 全球经济扩张放缓，潜在空间下降。（1）原料价格影响复苏进程。（2）原材料生产国疫情控制及疫苗分发，对其资源矿产生产计划的不确定性干扰复苏进程。
3. 货币政策上，流动性平滑为主，而非扩张。居民消费远不及工业经济复苏进程。
4. 推荐关注：农产品（饲料股)机会，居民耐用品消费更新。

报告有效期：3 个月

一、全球制造业扩张趋势放缓

全球经济的情况变化可以从 PMI 的表格变迁也更清晰，从疫情重创的 1-3 月份大面积的收缩转化为大部分国家进入扩张。最新数据中，中国，欧元区，英国皆为进一步扩张，其他国家尚未公布。从目前的经济数据看，扩张预计会进一步推进。当前，**我们面临的全球经济可以概括为：疫情下的经济，区别无非是早期疫情和中期疫情以及后疫情 3 个时代的区别**。目前国际人员流动仍然处于冻结、半冻结状态，只能算是疫情中期阶段，随着 2021 年的疫苗大面积推广，预计到 2021 年下半年才能进入后疫情时代。

当前，全球总需求可以描述为：2020 年疫情后的持续低开高走阶段，尚未恢复 2019 年以前的正常水平。全球总供给比较类似，总体恢复要慢于总需求的恢复，因为供需缺口的存在，导致了全球主要生产资料和生活资料的大幅涨价。不论是煤炭，还是铁矿石，抑或是大豆，还是肉类价格。

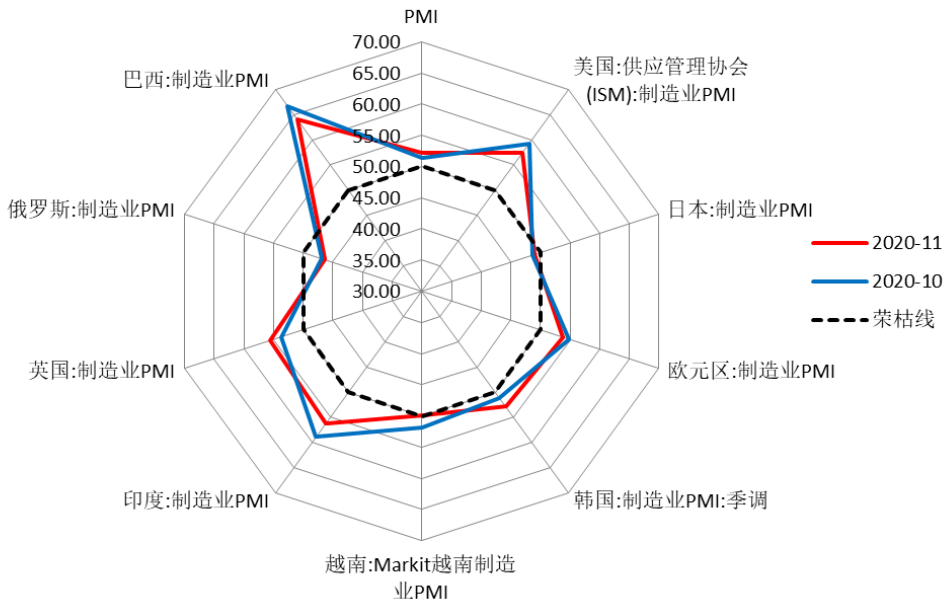
单纯的经济恢复正常的需要，仍然会推动经济的复苏进一步前进，**中、后疫情时代的变数在于生产资料和生活资料国家的经济状况以及疫情状况的个案化分析**。譬如，煤炭、铁矿石出口国的澳大利亚，大豆出口的美国、巴西、阿根廷。铜矿出口的智利。棕榈油出口的印度尼西亚、马来西亚。白糖出口的巴西、泰国、印度。提及的商品以及生产国家在全球供需平衡表中占据重要的影响地位，他们的产出状况极大影响此类商品的价格，进而对供需产生较大影响，从而对经济生产预期发生较大的影响，**简单地说，主要生产资料的价格对全球经济的复苏进程有重大影响，甚至会加速或者推迟复苏的完成**。

指标名称	中国 PMI	美国:供应管理协会(ISM):制造业 PMI	日本:制造业 PMI	欧元区:制造业 PMI	韩国:制造业 PMI:季调	越南:Markit 越南制造业 PMI	印度:制造业 PMI	英国:制造业 PMI	俄罗斯:制造业 PMI	巴西:制造业 PMI
2020-12	51.90			55.50				57.30		
2020-11	52.10	57.50	49.00	53.80	52.90	49.90	56.30	55.60	46.30	64.00

2020-10	51.40	59.30	48.70	54.80	51.20	51.80	58.90	53.70	46.90	66.70
2020-09	51.50	55.40	47.70	53.70	49.80	52.20	56.80	54.10	48.90	64.90
2020-08	51.00	56.00	47.20	51.70	48.50	45.70	52.00	55.20	51.10	64.70
2020-07	51.10	54.20	45.20	51.80	46.90	47.60	46.00	53.30	48.40	58.20
2020-06	50.90	52.60	40.10	47.40	43.40	51.10	47.20	50.10	49.40	51.60
2020-05	50.60	43.10	38.40	39.40	41.30	42.70	30.80	40.70	36.20	38.30
2020-04	50.80	41.50	41.90	33.40	41.60	32.70	27.40	32.60	31.30	36.00
2020-03	52.00	49.10	44.80	44.50	44.20	41.90	51.80	47.80	47.50	48.40
2020-02	35.70	50.10	47.80	49.20	48.70	49.00	54.50	51.70	48.20	52.30
2020-01	50.00	50.90	48.80	47.90	49.80	50.60	55.30	50.00	47.90	51.00

数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

我们复核了现有的宏观经济分析框架，得出的结论是——全球经济仍然在复苏通道，中国经济可能借力上行。未来全球经济进一步上行，还是短暂见顶，还需要看经济反弹过程中，产业反弹的水平以及全球贸易政策变化。**中国在未来的经济复苏过程中，一方面面临消费乏力（房贷支出刚性和收入低增长基本面的约束），另一方面是国际贸易随着疫情缓解的反替代对中国出口的不利冲击（订单回流国外）。**这些意味着经济的复苏上有天花板，下则是国内外双循环政策的支撑以及中国经济增长的刚性需求。2020 年 11 月份全球 PMI 雷达图收缩。



数据来源：国家统计局，英大证券研究所整理

我们对经济在 2020 年 1 季度做出的两个情景展望再次介绍——**基于疫情影响的先后顺序以及疫情控制的先后顺序对经济复工的影响逻辑**：

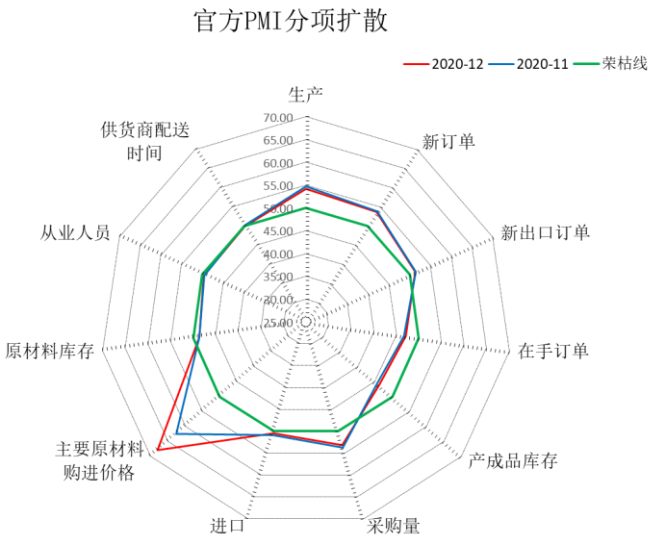
情景 1：*预计中国 6 月份 PMI 进一步上升，但留给 3 季度的上升空间已经很小，经济的压力将在未来逐渐显现，当前的预期改善的经济氛围将逐渐被替代。*

情景 2：*全球经济（非中国地区）从泥潭中走出来，逐渐恢复扩张，那么预计扩张将持续 2-3 个月，那么这种全球性影响会继续带动中国经济再上行一段时间。预计中国的 PMI 水平最晚可能在 9-10 月见顶。*

目前来看，11 月全球 PMI 雷达图放缓已经有所体现，部分国家已经再次回到收缩区间，俄罗斯，日本，云南再次进入制造业萎靡的状态。中国，美国制造业扩张也出现放缓态势。

二、中国 PMI 雷达图扩张放缓

2020 年 12 月份，中国经济恢复稳固，中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 51.9%、55.7%和 55.1%，相比上月有所放缓，但连续 10 个月保持在荣枯线以上。分项雷达图凸显主要原材料价格上涨对 PMI 扩张的贡献，从某种程度上来讲，**这种数据的改善是价格型的，而非数量型的，再换句话说，除去疫情后的正常复苏以外，在一定程度上经济存在因为物价上涨造成了经济复苏的“幻觉”**。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。生产指数为 54.2%，比上月回落 0.5 个百分点，但仍高于临界点，表明制造业生产增速略有放缓。新订单指数为 53.6%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但继续高于临界点，表明制造业市场需求持续改善。原材料库存指数为 48.6%，与上月持平，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量较上月有所下降。从业人员指数为 49.6%，比上月微升 0.1 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有改善。供应商配送时间指数为 49.9%，比上月下降 0.2 个百分点，表明制造业原

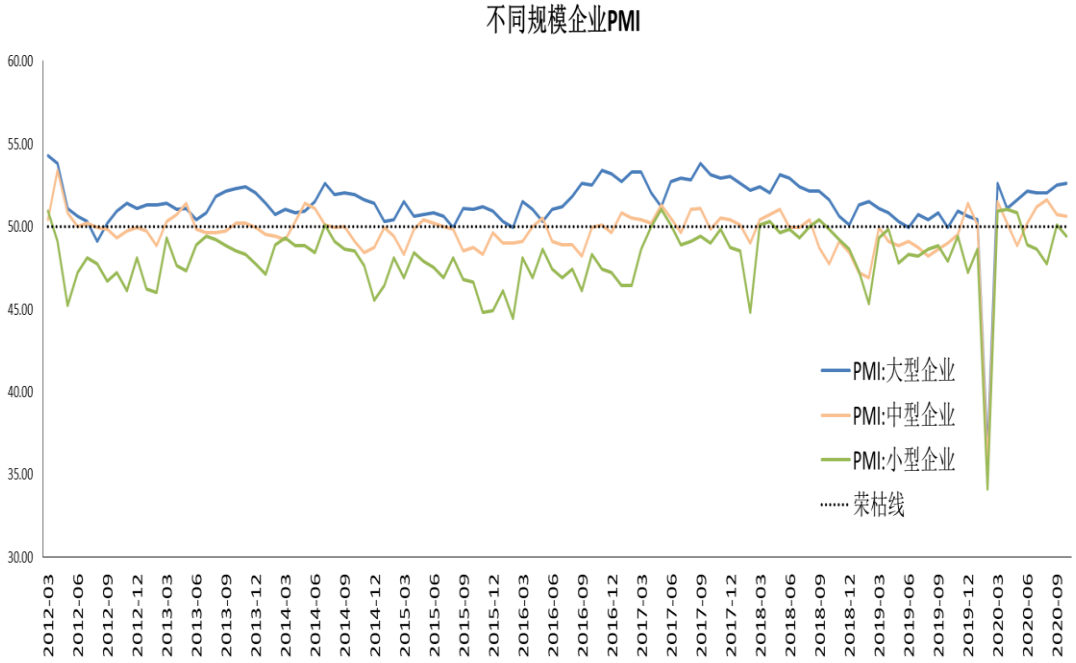
材料供应商交货时间较上月有所放缓。

综合预判：

预计 2021 年 1 月 PMI 维持扩张，但进一步放缓。12 月 PMI 扩张部分主要是原料价格上涨，出口订单因为西方国家的疫情冲击并未进一步上升，1 月仍然处于限制出行的时间。伴随 2021 年疫苗分发推进，预计经济会有所好转，原材料价格上升将会放缓，甚至可能下跌。

三、大型企业过热，中型企业放缓，小型企业萎缩

在刺激经济过程中，通常大型企业率先启动（最先受益于刺激政策），随后中小型企业开始跟进（承接大企业向下游发出的订单）。大型企业 PMI 为 52.7%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但仍高于临界点；中型企业 PMI 为 52.7%，比上月上升 0.7 个百分点，继续位于临界点之上；小型企业 PMI 为 48.8%，比上月下降 1.3 个百分点，低于临界点。**PMI 企业 10 月以来数据显示，大型企业继续扩张，而中型企业进入放缓，小型企业持续萎缩**。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

我们认为中小型企业对于原料价格可能较为敏感，而大型企业一方面占据上

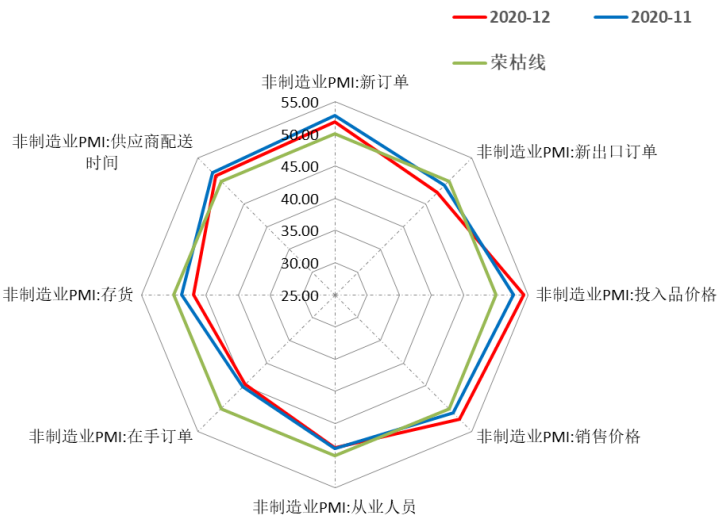
游原料链条，另一方面资源整合能力强对抗成本能力也强，因而影响较小。如果原料价格继续上升，预计中型企业将持续收缩，小型企业也会跌破荣枯线。中小型企业的萎缩会直接对经济产生冲击。

我们维持之前报告撰写的看法：从系统风险的重要性角度看，经济的恢复可持续性下降，经济复苏受益主要集中在大型企业上，大型企业在产业链所处上游以及规模定价权上具备一定的垄断能量。社会总需求实际萎缩导致中下游竞争程度较高的企业，被动向上游和大型企业让利，自身承受需求萎缩的代价。

原材料价格大幅上涨之后，中小企业的成本控制能力已经无能为力，中下游产品的供应也随之下降，涨价从上游向下游推进，最终将定价权也传递到中下游企业手中，才能进一步扩张生产。如果消费者基于收入的下滑，继续保持“冷”淡的消费开支计划，那么最终中下游企业的生产收缩行为会反作用于上游原料企业，形成供过于求的局面，从而降低原材料价格。从目前居民层面的收入就业来看，这一推演实现的可能性较大。而如果以次优价格传导实现，将中下游的推向通胀，最终在一个产能供需双萎缩的经济环境下迎来高通胀，高债务并存的局面，将大大降低经济的系统风险抵抗能力。

四、非制造业 PMI 扩张

12 月份，非制造业商务活动指数为 55.7%，虽低于上月 0.7 个百分点，但继续位于较高景气区间，非制造业延续稳步复苏势头。原料投入品贡献显著。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

看得出，投入品价格和销售价格是非 PMI 数据靓丽的核心，但投入品价格上涨不利于企业的利润积累。在手订单和存货水平较低。非制造业销售价格扩张意味着原料价格向终端传导成为现实。

（1）新订单指数为 51.9%，比上月回落 0.9 个百分点，表明非制造业市场需求增长有所放缓。分行业看，建筑业新订单指数为 55.8%，比上月上升 1.8 个百分点；服务业新订单指数为 51.2%，比上月回落 1.4 个百分点。

（2）**投入品价格指数为 54.3%，比上月上升 1.6 个百分点**，表明非制造业企业用于经营活动的投入品价格总体延续上涨走势。分行业看，建筑业投入品价格指数为 61.2%，比上月上升 3.7 个百分点；服务业投入品价格指数为 53.1%，比上月上升 1.2 个百分点。

（3）销售价格指数为 52.3%，比上月上升 1.3 个百分点，表明非制造业销售价格总体继续上涨。分行业看，建筑业销售价格指数为 54.0%，比上月上升 2.7 个百分点；服务业销售价格指数为 52.0%，比上月上升 1.1 个百分点。

（4）从业人员指数为 48.7%，比上月下降 0.2 个百分点，表明非制造业用工景气度略有回落。分行业看，建筑业从业人员指数为 52.7%，比上月回落 1.7 个百分点；服务业从业人员指数为 48.0%，比上月回升 0.1 个百分点。

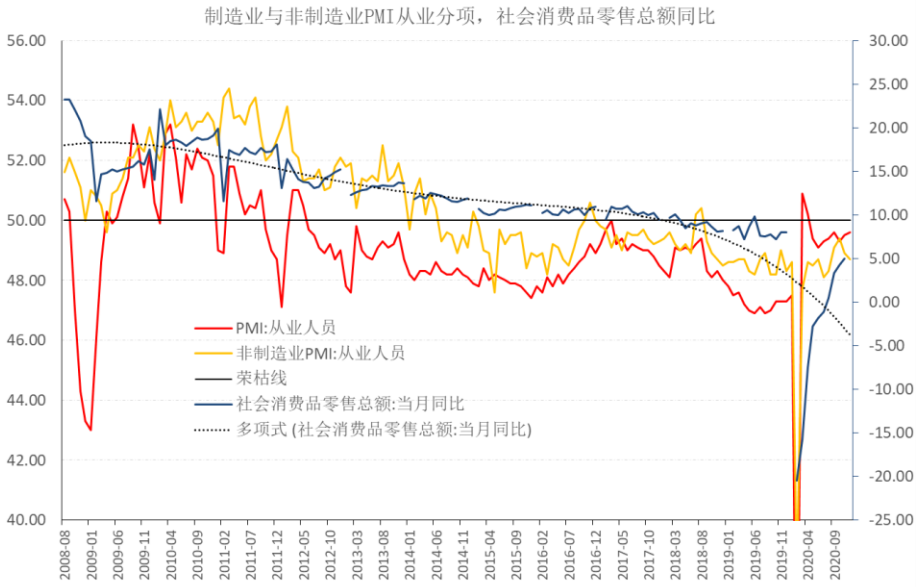
（5）业务活动预期指数为 60.6%，比上月回落 0.6 个百分点，但继续位于高

位景气区间，表明多数非制造业企业对行业稳定恢复持续看好。分行业看，建筑业业务活动预期指数为 63.5%，比上月上升 1.7 个百分点；服务业业务活动预期指数为 60.1%，比上月回落 1.0 个百分点。

分行业看，建筑业商务活动指数为 60.7%，高于上月 0.2 个百分点。服务业商务活动指数为 54.8%，低于上月 0.9 个百分点。从行业情况看，航空运输、邮政、电信广播电视卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间；餐饮、房地产、生态保护及环境治理等行业商务活动指数位于临界点以下。

五、就业难看、消费疲软慢于投资

制造业从业人员指数为 49.6%，比上月微升 0.1 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有改善，但总体依然减少招聘。非制造业从业人员指数为 48.7%，比上月下降 0.2 个百分点，表明非制造业用工景气度略有回落。分行业看，建筑业从业人员指数为 52.7%，比上月回落 1.7 个百分点；服务业从业人员指数为 48.0%，比上月回升 0.1 个百分点。**就业下滑不利于消费扩张。这必然会导致消费数据相对难看，相比之下诸多工业数据均同比大幅增长。**疫情以来商品的绝对价格并未显著下降。保持继续上升没有改变。消费在数量层面受到疫情冲击有所下降。



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

六、警惕物价快速反弹对经济复苏的阻碍

当前中国的经济问题：工业过热，消费疲软。原料价格暴涨（除了原油）抑制经济进一步扩张。不论上游还是下游，最终都要落到家庭部门，消费者上来。而消费者端的是家庭部门的消费约束，2020 年就业疲软收入增长有限，难以接受消费品的提价，进而无法将中下游企业的成本压力承接到消费者这里。

中下游企业生产被两头堵。上游被原料企业的高价格堵住，终端被消费者的收入下滑堵住。居民的消费也有选择性，收入相对稳定或者疲软情况下，当刚性的消费品价格增长，必然减少非刚性需求；在收入下滑的情况下，刚性支出可能会微弱减少，而非刚性支出会大幅度减少，以维持家庭收支平衡。**今年的消费特征是平民化，低端化。刚性需求领域，消费升级是难以出现的。**科技品的消费价格难以提升，限制科技企业的利润积累，行业竞争内卷化。

七、未来状态与投资建议

未来经济复苏的持续性不容乐观，但惯性仍然存在。境外疫情的失控转移部分订单给中国的现象依然存在，这是有利的因素。国内需求不振，无法支撑当前国内商品价格整体通胀的趋势，而当前大部分数据的靓丽均和价格因素关系较大，而和数量因素关系较小，事实上真正的经济扩张数量型的更持久，价格型的来的快，去的也快。

中国央行的货币政策的抓手仍然是平滑一切系统重要的经济主体流动性风险，在可控的情况下，允许债务违约的发生。房地产企业三道红线对中国未来 1-2 年的经济扩张起到了重要的约束作用，是提纲挈领性质的。**当前中国经济的疫后暖春的核心是外需弥补了内需的不足，连同货币政策的刺激，共同支撑当前的经济循环模式**。随着疫情消退，外需下滑，内需仍然无法扩张，那么只能通过进一步供给侧减产能来维持经济系统性的稳定。

基于美元流动性、全球资产配置分布，我们在 2019 年，2020 年均推荐的黄金资产，黄金涨幅 25%左右。2020 年疫情前推荐的原油下跌 19%。2020 年度报告推荐的多沪深 300 空道琼斯策略组合收益 21%。猪肉股涨幅 40%+。

在投资品种上，我们推荐关注农产品饲料的确定性机会。以及未来居民消费耐用品更新的机会。黄金在 2021 年的展望表现需要重新评估，基于系统性风险和货币政策进退的观察当前仍然信息量不够。

相关报告

《2020 年经济试探着陆，风险仍大》

《2019 年宏观经济迷雾航行，逐鹿低波动》

风险提示：

（1）本文仅供参考，风险自担！

（2）文中的推演，将在未来用数据来跟踪，逻辑框架只是观察宏观经济的一个维度，如果被市场重点关注则对资产定价产生重要影响。

（3）笔者的分析逻辑存在不严密风险，后续经济运行需要持续跟进经济的最新变化。

小贴士：

背景资料:

PMI 调查，涉及《国民经济行业分类》（GB/T4754-2011）中制造业的 31 个行业大类，3000 家调查样本。制造业采购经理调查问卷涉及生产量、新订单、出口订货、现有订货、产成品库存、采购量、进口、购进价格、出厂价格、原材料库存、从业人员、供应商配送时间、生产经营活动预期等 13 个问题。对每个问题分别计算扩散指数，即正向回答的企业个数百分比加上回答不变的百分比的一半。其中出厂价格指数于 2017 年 1 月起发布。PMI 是一个综合指数，由 5 个扩散指数（分类指数）加权计算而成。5 个分类指数及其权数是依据其对经济的先行影响程度确定的。具体包括：新订单指数，权数为 30%；生产指数，权数为 25%；从业人员指数，权数为 20%；供应商配送时间指数，权数为 15%；原材料库存指数，权数为 10%。其中，供应商配送时间指数为逆指数，在合成 PMI 综合指数时进行反向运算。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189 号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市　　行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢沪深 300 指数

同步大市　　行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随沪深 300 指数

弱于大市　　行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输沪深 300 指数

公司评级

买　　入　　预计未来 6 个月内，股价涨幅为 15%以上

增	持	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 5-15%之间
中	性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回	避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 5%以上